

# 长江电力 (600900.SH)

买入 (维持评级)

公司点评

证券研究报告

## 来水偏枯致减量,降息提价盈利有望改善

### 业绩简评

8月30日晚间公司发布23年半年报,1H23实现营收309.8亿元,同比-1.5%;实现归母净利88.8亿元,同比-22.9%。2Q23实现营收155.8亿元,同比-0.5%;实现归母净利52.7亿元,同比-35.4%。

### 经营分析

■ **2023 来水显著转枯+去年同期高基数,公司发电量同比大幅下降。**长江流域自3Q23起来水持续偏枯,1H23乌东德和三峡水库来水总量分别同比偏枯22.9%、30.3%;此外,上游新投运水库蓄水和梯级水库向下游补水造成运行水位显著偏低,致使公司1H23发电量同比-16.9%,其中2Q22来水显著偏丰的基数效应影响下,2Q23公司水电发电量同比-38.3%。入汛以来长江流域来水情况明显好转,虽然考虑到补库或使发电量滞后于来水修复,但去年同期来水极端偏枯的低基数下,3Q23公司发电量有望实现同环比双增。

■ **主营业务收入降幅小于发电量降幅,说明上网电价同比上涨。**一方面,白鹤滩送苏、送浙特高压直流工程临时输电价格落地,分别为0.084、0.081元/千瓦时,低于我们前期预估的0.153、0.147元/千瓦时。此外,公司市场化电量受益于云南、四川本地电力供应紧张以及受电省市电力供需偏紧,交易电价有所上浮,在收入端有效缓解了电量下降的压力。

■ **白鹤滩全额计提折旧挤压利润空间,降息有望缓解财务压力。**水电作为重资产行业,成本构成以折旧和财务费用为主。报告期内白鹤滩水电站全额计提折旧费用使营业成本大幅增加;而并购云川公司致使1H23公司实际生息负债规模同比增加2157亿元、财务费用同比+37.4%,进一步导致公司业绩承压。今年以来,央行于6月、8月二次宣布降息,其中1年期、5年期LPR年内累计降幅分别为20bp、10bp。根据公司的借款结构,我们测算得出降息可带来公司利息费用减少约2.8亿元,对应将增厚EPS约0.01元;伴随来水改善带来的营收修复,公司2H23业绩有望加速回升。

### 盈利预测、估值与评

乌白注入以及2H23来水改善,公司业绩有望改善。我们预计公司2023~2025年分别实现归母净利293.2/355.9/403.1亿元,EPS分别为1.20/1.57/1.77元,公司股票现价对应PE估值分别为18倍、14倍和12倍,维持“买入”评级。

### 风险提示

来水不及预期;电价不及预期;新业务拓展不及预期风险等。

石油化工组

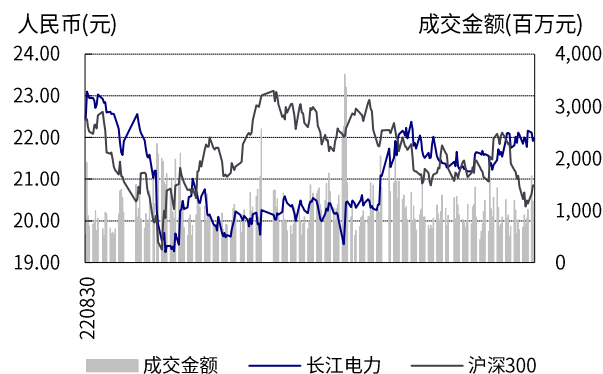
分析师:许隽逸(执业S1130519040001)

xujunyi@gjzq.com.cn

市价(人民币):21.97元

相关报告:

- 《长江电力公司点评:乌白注入厚增业绩,分红率超预期彰显价值》,2023.4.28
- 《来水偏枯影响短期业绩,拓展抽蓄迎新成长-长江电力季报点评》,2022.10.31
- 《Q2来水偏丰促业绩增长,乌白注入值得期待-长江电力22H1中...》,2022.8.31



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	55,646	52,060	78,455	88,756	95,831
营业收入增长率	-3.70%	-6.44%	50.70%	13.13%	7.97%
归母净利润(百万元)	26,273	21,309	29,322	35,587	40,314
归母净利润增长率	-0.09%	-18.89%	37.60%	21.37%	13.28%
摊薄每股收益(元)	1.155	0.937	1.198	1.565	1.773
每股经营性现金流净额	1.57	1.36	2.79	2.93	3.13
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.51%	11.49%	14.93%	17.19%	18.40%
P/E	19.65	22.41	18.33	14.04	12.39
P/B	2.85	2.57	2.74	2.41	2.28

来源:公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	57,783	55,646	52,060	78,455	88,756	95,831
增长率		-3.7%	-6.4%	50.7%	13.1%	8.0%
主营业务成本	-21,149	-21,113	-22,233	-35,659	-36,899	-38,230
%销售收入	36.6%	37.9%	42.7%	45.5%	41.6%	39.9%
毛利	36,634	34,533	29,828	42,795	51,856	57,601
%销售收入	63.4%	62.1%	57.3%	54.5%	58.4%	60.1%
营业税金及附加	-1,193	-1,164	-1,072	-1,648	-1,864	-2,012
%销售收入	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
销售费用	-115	-150	-165	-231	-262	-283
%销售收入	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用	-1,293	-1,360	-1,360	-1,412	-1,598	-1,725
%销售收入	2.2%	2.4%	2.6%	1.8%	1.8%	1.8%
研发费用	-40	-39	-90	-314	-355	-383
%销售收入	0.1%	0.1%	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%
息税前利润 (EBIT)	33,993	31,820	27,141	39,190	47,778	53,197
%销售收入	58.8%	57.2%	52.1%	50.0%	53.8%	55.5%
财务费用	-4,986	-4,751	-4,092	-7,319	-9,017	-8,492
%销售收入	8.6%	8.5%	7.9%	9.3%	10.2%	8.9%
资产减值损失	-19	29	-278	0	0	0
公允价值变动收益	-173	335	-385	0	0	0
投资收益	4,053	5,426	4,600	5,000	6,000	6,000
%税前利润	12.5%	16.7%	17.5%	13.6%	13.4%	11.8%
营业利润	32,896	32,876	26,936	36,880	44,770	50,714
营业利润率	56.9%	59.1%	51.7%	47.0%	50.4%	52.9%
营业外收支	-440	-467	-623	-16	-30	-30
税前利润	32,456	32,409	26,313	36,864	44,740	50,684
利润率	56.2%	58.2%	50.5%	47.0%	50.4%	52.9%
所得税	-5,949	-5,924	-4,664	-6,636	-8,053	-9,123
所得税率	18.3%	18.3%	17.7%	18.0%	18.0%	18.0%
净利润	26,506	26,485	21,649	30,229	36,687	41,561
少数股东损益	208	212	340	907	1,101	1,247
归属于母公司的净利润	26,298	26,273	21,309	29,322	35,587	40,314
净利率	45.5%	47.2%	40.9%	37.4%	40.1%	42.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	26,506	26,485	21,649	30,229	36,687	41,561
少数股东损益	208	212	340	907	1,101	1,247
非现金支出	11,657	11,469	11,395	19,263	26,123	26,125
非经营收益	1,095	-667	-47	2,814	3,251	2,746
营运资金变动	1,779	-1,554	-2,084	11,256	584	742
经营活动现金净流	41,037	35,732	30,913	63,562	66,644	71,174
资本开支	-3,616	-3,452	-4,834	#####	-15,903	-11,303
投资	-33,819	-5,087	-1,032	-2,730	-8,000	-12,000
其他	1,398	1,974	1,773	5,000	6,000	6,000
投资活动现金净流	-36,037	-6,565	-4,093	#####	-17,903	-17,303
股权募资	14,932	155	27	648	0	0
债权募资	3,102	-2,335	7,077	213,225	-14,027	-15,359
其他	-21,042	-26,201	-34,689	-26,595	-34,136	-36,941
筹资活动现金净流	-3,007	-28,381	-27,584	187,279	-48,163	-52,300
现金净流量	1,906	701	-623	735	578	1,571

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	9,231	9,930	9,302	9,868	10,323	11,804
应收款项	4,165	4,398	5,231	9,673	10,943	11,816
存货	282	470	453	782	809	838
其他流动资产	997	3,126	316	751	755	760
流动资产	14,676	17,923	15,302	21,073	22,830	25,218
%总资产	4.4%	5.5%	4.7%	3.7%	4.0%	4.4%
长期投资	60,011	66,925	73,225	75,955	83,955	95,955
固定资产	234,113	221,604	214,222	445,550	433,519	416,884
%总资产	70.8%	67.4%	65.5%	78.3%	76.3%	73.4%
无形资产	21,626	21,216	23,345	25,076	26,894	28,710
非流动资产	316,151	310,640	311,966	547,898	545,653	542,805
%总资产	95.6%	94.5%	95.3%	96.3%	96.0%	95.6%
资产总计	330,827	328,563	327,268	568,971	568,483	568,023
短期借款	47,982	29,756	34,949	128,174	117,147	106,788
应付款项	17,855	14,164	12,093	21,989	22,857	23,735
其他流动负债	12,630	9,486	5,417	11,963	12,970	13,734
流动负债	78,467	53,406	52,458	162,125	152,974	144,256
长期贷款	14,447	36,439	38,618	158,618	155,618	150,618
其他长期负债	59,592	48,429	40,438	40,675	40,561	40,477
负债	152,505	138,275	131,514	361,417	349,152	335,351
普通股股东权益	172,118	181,064	185,488	196,381	207,057	219,151
其中：股本	22,742	22,742	22,742	22,742	22,742	22,742
未分配利润	67,815	76,768	79,541	89,786	100,462	112,556
少数股东权益	6,203	9,224	10,266	11,173	12,273	13,520
负债股东权益合计	330,827	328,563	327,268	568,971	568,483	568,023

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.156	1.155	0.937	1.198	1.565	1.773
每股净资产	7.568	7.962	8.156	8.026	9.105	9.636
每股经营现金净流	1.804	1.571	1.359	2.795	2.930	3.130
每股股利	0.680	0.700	0.815	0.839	1.095	1.241
回报率						
净资产收益率	15.28%	14.51%	11.49%	14.93%	17.19%	18.40%
总资产收益率	7.95%	8.00%	6.51%	5.15%	6.26%	7.10%
投入资本收益率	9.91%	8.89%	7.22%	6.01%	7.36%	8.23%
增长率						
主营业务收入增长率	15.86%	-3.70%	-6.44%	50.70%	13.13%	7.97%
EBIT 增长率	16.71%	-6.39%	-14.71%	44.40%	21.91%	11.34%
净利润增长率	22.07%	-0.09%	-18.89%	37.60%	21.37%	13.28%
总资产增长率	11.58%	-0.68%	-0.39%	73.85%	-0.09%	-0.08%
资产管理能力						
应收账款周转天数	20.8	24.3	28.6	40.0	40.0	40.0
存货周转天数	4.4	6.5	7.6	8.0	8.0	8.0
应付账款周转天数	8.2	13.4	13.3	13.3	13.3	13.3
固定资产周转天数	1,459.9	1,434.6	1,481.8	2,057.2	1,740.2	1,550.6
偿债能力						
净负债/股东权益	50.88%	47.43%	52.05%	151.55%	136.81%	121.73%
EBIT 利息保障倍数	6.8	6.7	6.6	5.4	5.3	6.3
资产负债率	46.10%	42.08%	40.19%	63.52%	61.42%	59.04%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；  
 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；  
 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；  
 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806